

Trabajo Fin de Grado

Valoración de empresas.
Análisis Sector Vitivinícola.
Business valuation.
Wine-producing sector analysis.

Autor

María Aguilar Andrés

Director

Luis Alberto Fabra Garcés

Facultad de Economía y Empresa / Universidad de Zaragoza
2018-2019

Autor: María Aguilar Andrés.

Director: Luis Alberto Fabra Garcés.

Título: Valoración de Empresas. Análisis Sector Vitivinícola.

Titulación: Grado en Finanzas y Contabilidad (FICO).

RESUMEN

El trabajo consiste en analizar los diferentes métodos de valoración de empresas que existen, para aplicarlos a dos empresas de un determinado sector en concreto, como es el sector vitivinícola.

Para realizar una valoración correcta o más ajustada a la realidad, hay que tener en cuenta la evolución y previsiones del mercado, así como la estructura contable de cada una de las dos empresas a valorar, al igual que su posición respecto al mercado.

Una vez llegado a este punto, se explican y analizan los distintos métodos de valoración en función de los parámetros que se aplican en cada uno de ellos, determinando el valor de las compañías, eligiendo el método más eficaz y que mejor se ajuste al precio de mercado.

Establecido el valor de las compañías, se identifican los parámetros con mayor incidencia en la creación/destrucción de valor en el sector económico vitivinícola

Palabras clave: sector vitivinícola, empresas, métodos de valoración, métodos basados en el descuento de flujos, flujos de tesorería y valor.

ABSTRACT

The paper's final objective is to analyze the different valuation methods of the existing companies to apply them to two companies of a specific sector like, for example, the wine-making sector.

In order to build a more exact and reality-adjusted valuation, market evolution and market prediction both need to be taken into consideration, as well as the relative power position of the two companies over the market, and the accounting structure of each company.

Once this part of the process is finished, the valuation methods are explained based upon the applied parameters that are being applied in each one of them, determining this way the company value, and choosing the more efficient and the most price-adjusted one.

Finally, after company value has been determined, the indicators of more influence in value creation/destruction will be identified.

Keywords: wine-making sector, companies, valuation methods, cash-flow discount valuation methods, cash-flows and value.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
2. DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS	1
3. SECTOR ECONÓMICO Y EMPRESAS SELECCIONADAS	2
4. ANÁLISIS CONTABLE DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS	6
4.1. ESTRUCTURAL PATRIMONIAL	6
4.1.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	6
4.1.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	7
4.2. FONDO DE MANIOBRA	7
4.2.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	7
4.2.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	8
4.3. RATIO DE LIQUIDEZ	8
4.3.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	8
4.3.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	8
4.4. RATIO DE SOLVENCIA	9
4.4.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	9
4.4.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	9
4.5. RATIO DE ENDEUDAMIENTO	9
4.5.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	10
4.5.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	10

4.6. RENTABILIDAD ECONÓMICA	10
4.6.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	10
4.6.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	11
4.7. RENTABILIDAD FINANCIERA	11
4.7.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	11
4.7.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	12
 5. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS	 12
 5.1. MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE	 12
5.1.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	13
5.1.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	14
5.2. MÉTODOS BASANDOS EN LA CUENTA DE REULTADOS	15
5.2.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	16
5.2.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	17
5.3. MÉTODOS MIXTOS	18
5.3.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	19
5.3.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	21
5.4. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS	23
5.4.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	24
5.4.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	29
 6. FACTORES DE CREACIÓN / DESTRUCCIÓN DE VALOR	 34
6.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.	34
6.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.	36

7. CONCLUSIÓN	38
8. BIBLIOGRAFÍA	40
9. ANEXO	(Documento de anexo)

1. INTRODUCCIÓN

El trabajo en cuestión trata de determinar el valor de las empresas según diferentes métodos de valoración. Se han elegido dos empresas pertenecientes al sector de bienes de consumo (alimentación y bebidas) para obtener cuáles son los métodos más adecuados a la hora de tomar decisiones acertadas con respecto a las dos empresas escogidas y determinar si las empresas están creando o destruyendo valor de las mismas. La valoración es un proceso de asignación de un valor monetario a la empresa. La determinación del valor de las empresas resulta muy interesante para los socios ya que permite compararlo con otras empresas del mismo sector y es una forma de analizar los diferenciales de rentabilidad que finalmente incidirán en su valor.

En primer lugar, se realizará una descripción del sector al que pertenecen las dos empresas elegidas, para tener una perspectiva del mercado y analizar su evolución. Luego se hará un análisis contable de la estructura de las dos empresas a través de los ratios más significativos, para determinar la situación financiera y económica que presentan. El apartado con mayor peso del trabajo y a la vez el más representativo, es el de valoración de las empresas según los diferentes métodos de valoración, el cual trata de describir, aplicar y analizar los distintos métodos para proporcionar el valor de ambas empresas, concluyendo cual es el método más adecuado y fiable de valoración. Una vez escogido este, se procederá a determinar los factores de creación/ destrucción de valor y simular sus resultados. Finalmente, se llevará a cabo una conclusión de los puntos más significativos del trabajo, haciendo especial hincapié en la comparativa de los métodos de valoración.

2. DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS

Este trabajo analiza el sector de bienes de consumo, concretamente el subsector de alimentación y bebidas, y dentro de este, el sector vitivinícola, dedicado a la producción y comercialización de vinos. Se ha elegido el sector vitivinícola, ya que es un sector tradicional de España y está en continuo crecimiento.

Uno de los objetivos fundamentales del trabajo será conocer la situación actual del sector, y determinar cómo la información coyuntural afecta a la toma de decisiones. España se ha convertido en el mayor exportador de vinos a nivel mundial y el tercero en cuanto a nivel monetario. Además es el país con mayor superficie de vinos.

Las empresas objeto de estudio son Barón de Ley, S.A. y Bodegas Riojanas, S.A., ambas situadas en la comunidad de La Rioja. No se trata de empresas líderes en el sector, pero son empresas grandes, que cotizan en el mercado continuo, con muchos años de experiencia dedicadas al sector vitivinícola.

La información que se ha utilizado para realizar el análisis de las empresas se ha obtenido de las cuentas anuales individuales auditadas de Bodegas Riojanas, S.A. y Barón de Ley, S.A., en el periodo de diez años (2009-2018), ambas proporcionadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Los datos proporcionados en las cuentas anuales y los datos creados en las tablas están referenciados en miles de euros en todas las cifras.

Otro de los objetivos del trabajo será hacer un análisis contable de la situación económica/financiera de la empresa, para ello, se llevará a cabo un análisis de la estructura patrimonial, se calcularán los ratios financieros más importantes y la rentabilidad económica y financiera, de esta manera se poseerá una visión general de cómo ha ido evolucionando la empresa y en qué posición se encuentra.

El objetivo primordial del trabajo es obtener el valor de las empresas a través de los diferentes métodos de valoración, los cuales se explicaran y analizaran para hacer una valoración lo más próxima a la realidad. El valor proporcionado por los distintos métodos será comparado con el valor de cotización de las compañías, para elegir el método que más se aproxime a los precios de mercado. Por último, se identificarán los parámetros con mayor incidencia en la creación/destrucción de valor en el sector económico de actividad, para poder tomar decisiones de inversión en caso de que la compañía este infravalorada o en caso contrario, desinversión si la compañía resulta sobrevalorada.

3. SECTOR ECONÓMICO Y EMPRESAS SELECCIONADAS

En la última década el consumo del vino en el mundo “se desplaza de los productores tradicionales a los nuevos mercados” según el OEMV, exigiendo una nueva visión comercial y afrontando retos en cuanto a imagen, tipos de vino y distribución. El comercio del vino crece en el mundo, pero lo hace más en valor que en volumen. El comercio del vino se centra en 11 grandes exportadores que entre ellos exportan 27000 de los 31000 millones de euros y 9722 de los 10706 millones de litros. En 10 años,

Italia, Francia y España son los países que más han crecido en cuanto a ventas monetarias, mientras que Australia y Nueva Zelanda han disminuidos sus ventas monetarias. A diferencia de los vinos exportados desde EE.UU. y Argentina que son lo que más se han revalorizan en este periodo.

Millones de litros	2007	2017	Dif (mill ltr)	Dif %
España	1.543,6	2.295,2	751,7	48,7%
Italia	1.882,7	2.141,5	258,9	13,8%
Francia	1.533,5	1.498,8	-34,8	-2,3%
Chile	611,3	945,2	333,9	54,6%
Australia	781,6	817,8	36,2	4,6%
Sudáfrica	502,6	516,5	14,0	2,8%
Alemania	345,0	382,7	37,7	10,9%
Estados Unidos	423,7	345,7	-77,9	-18,4%
Portugal	370,6	298,7	-71,9	-19,4%
Nueva Zelanda	84,1	255,3	171,2	203,5%
Argentina	364,4	224,8	-139,6	-38,3%
Total principales	8.443,0	9.722,2	1.279,2	15,2%
TOTAL MUNDIAL	9.084,8	10.706,2	1.621,4	17,8%
% pples	92,9%	90,8%		

Fuente: Datos, Aduanas diversos países (GTA); elaboración, OEMV

Como se puede ver en el cuadro, en volumen, España se ha convertido en el mayor exportador mundial de vino en los últimos 10 años, con un crecimiento de casi el 50% hasta cerca de 23 millones hl, mientras Italia se mantiene segunda, creciendo más moderadamente, y Chile se sitúa en el cuarto puesto por detrás de Francia.

Millones de €	2007	2017	Dif (mill €)	Dif %
Francia	6.824,0	9.101,2	2.277,2	33,4%
Italia	3.541,8	5.988,8	2.447,0	69,1%
España	1.819,3	2.854,1	1.034,8	56,9%
Chile	915,0	1.782,8	867,8	94,8%
Australia	1.816,9	1.775,0	-41,9	-2,3%
Estados Unidos	660,9	1.308,9	648,0	98,1%
Nueva Zelanda	407,4	1.060,3	652,9	160,3%
Alemania	723,9	1.004,3	280,4	38,7%
Portugal	624,1	778,4	154,3	24,7%
Argentina	365,4	712,7	347,4	95,1%
Sudáfrica	490,2	634,1	143,9	29,4%
Total principales	18.188,8	27.000,6	8.811,8	48,4%
TOTAL MUNDIAL	20.001,0	31.010,5	11.009,5	55,0%
% pples	90,9%	87,1%		

Fuente: Datos, Aduanas diversos países (GTA); elaboración, OEMV

Como se aprecia en la tabla, Francia aunque es el tercer exportador en volumen, supera a Italia y España en valor y sigue siendo líder en cuanto a la exportación en millones de euros. Por áreas geográficas, la UE sigue siendo el gran mercado del vino (en gran parte intracomunitario). A pesar de esto hay que remarcar que Europa se enfrenta al problema de sobreproducción (un problema que ha sido tratado en los últimos años a través de una política de subvenciones cuyo objetivo era frenar la producción de vino para que al disminuir la oferta aumentase el precio). Mientras que el crecimiento mayor de los últimos años se da en Asia, África, EE.UU. y América Latina.

- **Sector interior**

España tiene la mayor extensión mundial de viñedo y se encuentra entre uno de los tres grandes productores mundiales de vino y es líder mundial en la producción de mostos y alcoholes vínicos, pero tiene un consumo interior que apenas alcanza una cuarta parte de su producción. La superficie de viñedo en España viene reduciéndose paulatinamente desde hace años. En la última década, ha disminuido la superficie en más de 195.000 hectáreas hasta situarnos en las 953.607, lo que implica un descenso del 17%.

Por CC.AA., Castilla-La Mancha produce el 55% del total del vino español frente al 8% de los catalanes y extremeños, el 6% de Valencia y el 8,5% que se produce entre La Rioja, País Vasco y Navarra. A pesar de la reducción en superficie España tiene una tendencia al crecimiento medio de la producción que se debe a un aumento importante del rendimiento, que pasa de una media de menos de 38 hl/ha en los primeros 5 años del último decenio a media de 45 hl/ha en la segunda, pese a la producción históricamente baja en 2017. El consumo de vino en España ha venido cayendo históricamente, pero se ha estabilizado en los últimos 7 años. En la década entre 2007 y 2017 el descenso estimado apenas ha sido de unos 100 millones de litros.

- **Las exportaciones**

En los últimos 10 años, las exportaciones españolas de vino han aumentado en más de 1.000 millones de euros y un 59% en valor, hasta los 2.847 millones de euros. El aumento en volumen ha sido de 8 millones de hectolitros u 89 millones de cajas, lo que representa un 54% más hasta los 22,8 millones de hectolitros. Ha sido mejor la evolución en valor que en volumen, particularmente debida al repunte en 2017, implica una subida de 4 céntimos de euro (3,3%) hasta una media de 1,25 €/l. en 2017, con máximo de 1,44 €/l. en 2013 tras la corta cosecha del año anterior y mínimo de 1,10 €/l. en 2015.

- **Principales mercados del vino español**

España exporta vino a 193 países de todo el mundo, 20 países más que en 2007. Alemania es nuestro principal mercado en valor con más de 410 millones de euros facturados, pero segundo en volumen tras Francia, a la que enviamos 6,4 millones de hectolitros por importe de 342 millones de euros. Aunque gran parte del volumen se concentra en unos pocos países, de los que los 3 primeros acumulan entre el 40 y el

50%, la diversificación se aprecia más en valor, donde los 3 principales mercados han pasado de representar el 41% en 2007 al 34% en 2017.

- **Saldos comerciales del sector del vino**

El vino español aporta más de 1.080 millones de euros al saldo comercial del país (1.155 millones si añadimos otros productos vinícolas). El saldo comercial ha crecido un 68% hasta los 1.081 millones de euros y un 56% en volumen hasta los 803 millones de litros.

- **Empresas seleccionadas.**

Las empresas objeto de estudio son Bodegas Riojanas, S.A. y Barón de Ley S.A.:

Bodegas Riojanas, S.A.: Fundada en 1890. Es una empresa dedicada a la elaboración y comercialización de vinos de calidad, preferentemente crianza o superiores, dentro de la Denominación de Origen Calificada Rioja, ubicada en la localidad riojana de Cenicero. En 1997 tiene lugar su salida a Bolsa, cotizando una parte de sus acciones.

Barón de Ley, S.A.: En 1985 fundaron Barón de Ley S.A. Es una bodega centrada íntegramente en la elaboración de Reservas y Grandes Reservas, lo que le permite situarse entre la élite mundial. Sus vinos pertenecen fundamentalmente a la Denominación de Origen Calificada Rioja. La sociedad comenzó a cotizar en Bolsa en julio de 1997. El “free-float” fue y se mantiene en el 70%.

Se han elegido estas empresas porque ambas tienen muchos aspectos en común como son, la localidad en la que se encuentran (La Rioja), ambas trabajan con vinos de Denominación de origen, y tienen una gran semejanza en la gama de sus productos (crianza, reserva y gran reserva). Es que cotizan en el mercado continuo de valores, por lo tanto, presentan valores de cotización, de esta manera se pueden comparar los datos entre empresas del mismo sector y realizar los cálculos para los diferentes métodos de valoración. Además se han elegido empresas de distinto tamaño para poder comparar los diferentes resultados, Barón de Ley, S.A. es una empresa con un mejor rango en el sector, y por lo tanto con una mayor capitalización y valor de la empresa que Bodegas Riojanas, S.A.

4. ANÁLISIS CONTABLE DE LAS EMPRESAS

En este apartado se pretende hacer un análisis contable de las empresas Bodegas Riojanas, S.A. y Barón de Ley, S.A., así se podrá reflejar la realidad económica y financiera que presentan las cuentas anuales de cada empresa. Se empezará por hacer un análisis de la estructura patrimonial de las dos empresas, para ello se establece la relación de sus activos y sus pasivos junto con el patrimonio neto. Además, se calculará el fondo de maniobra que permite saber los capitales circulantes que están siendo financiados por los recursos que tienen un periodo de tiempo superior a un año. Por último, se estudiarán los ratios de liquidez, solvencia y endeudamiento durante los últimos 10 años (del año 2009 al año 2018). Esta información se completará con el cálculo de la rentabilidad económica y financiera.

4.1. ESTRUCTURA PATRIMONIAL

4.1.1. Bodegas Riojanas, S.A.

En 2018, esta empresa tiene un Activo Total de 48.723 M €, está formado por un 36.20% de Activo No Corriente y un 63.80% de Activo Corriente. El pasivo de la empresa está formado por un 43.38% de patrimonio neto, un 22.67% de pasivo no corriente y por un 33.95% de pasivo corriente.

ACTIVO			PN+PASIVO		
ANC	17.639	36,20%	PN	21.135	43,38%
AC	31.084	63,80%	PNC	11.046	22,67%
			PC	16.542	33,95%
TOTAL	48.723		TOTAL	48.723	

Estructura patrimonial del año 2018 Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia.

La evolución de la estructura de la empresa de los últimos 10 años, se puede observar en el siguiente cuadro, donde la empresa en los últimos 5 años ha aumentado el peso del activo no corriente y ha disminuido el activo corriente. Mientras que en el pasivo ha disminuido el patrimonio neto y el pasivo corriente, dando mas peso al pasivo no corriente

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ANC/AT	36,20%	34,47%	32,68%	27,89%	25,28%	24,02%	24,15%	24,86%	25,53%	26,99%
AC/AT	63,80%	65,53%	67,32%	72,11%	74,72%	75,98%	75,85%	75,14%	74,47%	73,01%
PN/(PN+PASIVO)	43,38%	45,61%	43,66%	49,80%	50,62%	51,01%	50,40%	50,41%	49,42%	49,50%
PNC/(PN+PASIVO)	22,67%	25,11%	27,03%	22,97%	10,72%	11,60%	12,08%	12,89%	13,40%	11,35%
PC/(PN+PASIVO)	33,95%	29,28%	29,31%	27,22%	38,66%	37,39%	37,52%	36,71%	37,19%	39,15%

Evolución estructura patrimonial Bodegas Riojanas, S.A. (2018-2009) Fuente: Elaboración propia

4.1.2. Barón de Ley, S.A.

En el año 2018, esta empresa tiene un Activo Total de 93.495 M €, se divide entre un 36,91% de Activo No Corriente y un 63,09% de Activo Corriente. El pasivo de esta empresa está formado por un 79,90% de patrimonio neto, un 0,42% de pasivo no corriente y un 19,67% de pasivo corriente.

ACTIVO			PN+PASIVO		
ANC	34.512	36,91%	PN	74.704	79,90%
AC	58.983	63,09%	PNC	397	0,42%
			PC	18.394	19,67%
TOTAL	93.495		TOTAL	93.495	

Estructura patrimonial del año 2018 Barón de Ley, S.A. Fuente: Elaboración propia

En el cuadro siguiente se muestra claramente la evolución de la estructura patrimonial de la empresa. Donde en los últimos cinco años se ha aumentado el valor del activo corriente y ha disminuido el activo no corriente. El pasivo no corriente sigue teniendo un peso muy poco significativo en la empresa, al contrario que las otras dos partidas del pasivo, ya que en los últimos 5 años el patrimonio neto y el pasivo corriente han vuelto a ganar peso.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ANC/AT	36,91%	48,08%	71,23%	62,34%	58,57%	16,50%	17,87%	27,65%	30,35%	29,36%
AC/AT	63,09%	51,92%	28,77%	37,66%	41,43%	83,50%	82,13%	72,35%	69,65%	70,64%
PN/(PN+PASIVO)	79,90%	83,01%	87,87%	74,29%	47,51%	73,83%	69,80%	75,98%	75,88%	85,39%
PNC/(PN+PASIVO)	0,42%	0,81%	0,48%	0,47%	0,32%	0,39%	0,50%	0,55%	0,39%	0,28%
PC/(PN+PASIVO)	19,67%	16,18%	11,64%	25,23%	52,17%	25,78%	29,70%	23,47%	23,73%	14,32%

Evolución de la estructura patrimonial de Barón de Ley, S.A. Fuente: Elaboración propia

4.2. Fondo de Maniobra

El fondo de maniobra es la parte del activo corriente de una empresa financiada con fondos del patrimonio neto y del pasivo no corriente. Se calcula mediante la diferencia entre el activo y el pasivo corriente.

4.2.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AC	31.084	32.537	34.965	38.741	38.452	38.010	38.346	37.758	38.205	37.069
PC	16.542	14.540	15.221	14.626	19.893	18.706	18.967	18.446	19.078	19.878
FM	14.542	17.997	19.744	24.115	18.559	19.304	19.379	19.312	19.127	17.191

Fondo de Maniobra Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia

El Fondo de Maniobra es positivo y bastante amplio durante todos los años, esto indica que la empresa no ha tenido ni va tener problemas para cumplir con las obligaciones a

corto plazo. Además, podrá cubrir con el AC una parte de las obligaciones de pago a largo plazo. Esta empresa se encuentra en una buena situación de equilibrio financiero.

4.2.2. Barón de Ley, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AC	58.983	46.458	27.568	34.871	39.414	63.520	58.514	35.116	31.720	34.923
PC	18.394	14.480	11.154	23.366	49.632	19.614	21.158	11.392	10.806	7.081
FM	40.589	31.978	16.414	11.505	-10.218	43.906	37.356	23.724	20.914	27.842

Evolución del Fondo de Maniobra. Fuente: Elaboración propia

Durante estos 10 años, la empresa ha presentado un FM negativo en el año 2014 con una cantidad de -10.218 M €, desde entonces ha ido aumentando considerablemente. El año 2018 la empresa tiene un Fondo de Maniobra positivo, alcanzando la cifra de 40.589 M €. La empresa no va a tener problemas para cumplir con las obligaciones de pago a corto plazo. Con los recursos permanentes la empresa financia además de la estructura fija (ANC), una gran parte de los activos corrientes.

4.3. Ratio de liquidez

El ratio de liquidez es un coeficiente entre dos masas patrimoniales, el activo corriente y el pasivo corriente. Este ratio trata de valorar la capacidad de la empresa para hacer frente a las obligaciones contraídas en el corto plazo. El valor recomendado para este ratio es entorno a 1.

4.3.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AC	31.084	32.537	34.965	38.741	38.452	38.010	38.346	37.758	38.205	37.069
PC	16.542	14.540	15.221	14.626	19.893	18.706	18.967	18.446	19.078	19.878
R. liquidez	1,88	2,24	2,30	2,65	1,93	2,03	2,02	2,05	2,00	1,86

Evolución ratio de liquidez. Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla, la evolución del ratio de liquidez es siempre mayor que uno, lo cual indica que la empresa no tiene problemas para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, pero también indica que hay un exceso de bienes sin invertir, por lo tanto, sin ser productivo.

4.3.2. Barón de Ley, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AC	58.983	46.458	27.568	34.871	39.414	63.520	58.514	35.116	31.720	34.923
PC	18.394	14.480	11.154	23.366	49.632	19.614	21.158	11.392	10.806	7.081
R. Liquidez	3,21	3,21	2,47	1,49	0,79	3,24	2,77	3,08	2,94	4,93

Ratio de Liquidez. Fuente: Elaboración propia

Barón de Ley, S.A., al igual que Bodegas Riojanas, S.A., no presenta ningún problema para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, pero también tiene un exceso de activo corriente que no está siendo invertido de una manera adecuada.

4.4. Ratio de solvencia

El ratio de solvencia mide si el valor contable de los activos de la empresa puede asumir la totalidad de las deudas contraídas tanto a largo como a corto plazo. El valor recomendado para esta ratio es superior a 1.5

4.4.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AT	48.723	49.652	51.937	53.725	51.461	50.024	50.556	50.250	51.304	50.774
PNC	11.046	12.468	14.040	12.342	5.516	5.801	6.108	6.475	6.874	5.765
PC	16.542	14.540	15.221	14.626	19.893	18.706	18.967	18.446	19.078	19.878
R. Solvencia	1,77	1,84	1,77	1,99	2,03	2,04	2,02	2,02	1,98	1,98

Ratio de solvencia. Fuente: Elaboración propia

La evolución del ratio de solvencia de la empresa muestra que nunca ha tenido problemas para cubrir sus obligaciones. Pero los ratios de solvencia tan elevados hacen señalar que la empresa tiene un exceso de activos improductivos.

4.4.2. Barón de Ley, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AT	93.495	89.485	95.808	92.595	95.140	76.069	71.248	48.539	45.539	49.435
PNC	397	727	463	439	304	295	359	266	178	140
PC	18.394	14.480	11.154	23.366	49.632	19.614	21.158	11.392	10.806	7.081
R. Solvencia	4,98	5,88	8,25	3,89	1,91	3,82	3,31	4,16	4,15	6,85

Ratio de Solvencia. Fuente: Elaboración propia

El ratio de solvencia de esta empresa es muy elevado durante todos los años, lo cual indica que esta empresa no tendrá problemas para cubrir sus obligaciones, pero también tiene un exceso de activos que no están siendo explotados, es decir, que no producen rentabilidad.

4.5. Ratio de Endeudamiento

El ratio de endeudamiento analiza la estructura financiera de una empresa, es decir, mide el apalancamiento financiero, calculando la proporción entre financiación ajena y fondos propios. El ratio de endeudamiento mide la dependencia que tiene la empresa frente a terceros. Los valores medios recomendados para este ratio son entre 0,5 y 1.

4.5.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
PNC	11.046	12.468	14.040	12.342	5.516	5.801	6.108	6.475	6.874	5.765
PC	16.542	14.540	15.221	14.626	19.893	18.706	18.967	18.446	19.078	19.878
PNC	21.135	22.644	22.676	26.757	26.052	25.517	25.481	25.329	25.352	25.131
R.Endeud.	1,31	1,19	1,29	1,01	0,98	0,96	0,98	0,98	1,02	1,02

Ratio de endeudamiento. Fuente: Elaboración propia

Como se observa en la tabla la empresa siempre ha tenido un ratio igual o superior a 1. Esto no es aconsejable, de seguir así la empresa podría llegar a perder su autonomía financiera, ya que la financiación de la empresa depende de la financiación ajena.

4.5.2. Barón de Ley, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
PNC	397	727	463	439	304	295	359	266	178	140
PC	18.394	14.480	11.154	23.366	49.632	19.614	21.158	11.392	10.806	7.081
PN	74.704	74.278	84.191	68.790	45.204	56.160	49.731	36.881	34.555	42.214
R. Endeud.	0,25	0,20	0,14	0,35	1,10	0,35	0,43	0,32	0,32	0,17

Ratio de Endeudamiento. Fuente: Elaboración propia.

Como se aprecia en la tabla, esta empresa ha tenido unos ratios de endeudamientos muy bajos, una buena noticia ya que no tiene apenas dependencia frente a terceros, pero también indica que la empresa esta incurriendo en un exceso de capitales ociosos, con la consiguiente pérdida de rentabilidad de los recursos.

4.6. Rentabilidad económica

La rentabilidad económica es la rentabilidad de los activos de una empresa. Mide el grado de eficiencia de la empresa en el uso de sus recursos económicos o activos para la obtención de beneficios. La rentabilidad económica se calcula dividiendo el beneficio antes de intereses e impuestos entre el total del activo.

4.6.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AT	48.723	49.652	51.937	53.725	51.461	50.024	50.556	50.250	51.304	50.774
BAIT	-923	1087	319	1801	1940	1856	1932	1790	1581	1503
ROA	-1,89%	2,19%	0,61%	3,35%	3,77%	3,71%	3,82%	3,56%	3,08%	2,96%

Rentabilidad económica. Fuente: Elaboración propia

Durante todo el periodo analizado se observa una rentabilidad positiva, menos en la actualidad (2018) que tiene una rentabilidad económica negativa de -1.89%, esto se debe a que la empresa tiene resultados antes de intereses e impuestos negativos. Esta rentabilidad nos indica que por cada 100€ que ha invertido la empresa en el activo ha

obtenido pérdidas de 1,89 €. Habría que mejorara esta situación en el futuro obteniendo beneficios, ya que cuanto mayor sea el ratio de rentabilidad económica, mejor se está aprovechando la inversión de la empresa.

4.6.2. Barón de Ley, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AT	93.495	89.485	95.808	92.595	95.140	76.069	71.248	48.539	45.539	49.435
BAIT	10.333	8.199	21.713	25.875	24.013	17.174	15.877	12.101	14.546	10.799
ROA	11,05%	9,16%	22,66%	27,94%	25,24%	22,58%	22,28%	24,93%	31,94%	21,84%

Rentabilidad económica. Fuente: Elaboración propia.

Esta empresa presenta rentabilidades económicas positivas todos los años, son rentabilidades elevadas, esto es una muy buena señal, ya que cuanto más elevadas son las rentabilidades mejor. La rentabilidad más alta se da en el año 2010 con un 31,94%, y la más baja en 2017 con un 9,16%. Se observa que las rentabilidades han disminuido considerablemente en 2017 y 2018, esto se debe a la disminución en el beneficio antes de intereses e impuestos.

4.7. Rentabilidad Financiera

La rentabilidad financiera mide el rendimiento que obtienen los accionistas de los fondos invertidos en la sociedad; es decir, el ROE trata de medir la capacidad que tiene la empresa de remunerar a sus accionistas. El motivo principal por el que se utiliza esta ratio es conocer como se están empleando los capitales de una empresa. Esta ratio es el que más interesa al accionista porque siempre quiere maximizar el beneficio.

4.7.1. Bodegas Riojanas, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
FP	20.180	21.683	21.769	25.906	25.561	25.329	25.282	25.120	25.118	24.884
BDIT	-768	632	1	996	887	825	778	710	783	638
ROE	-3,81%	2,91%	0,00%	3,84%	3,47%	3,26%	3,08%	2,83%	3,12%	2,56%

Rentabilidad financiera. Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en el cuadro, las rentabilidades son muy bajas, incluso en algún año es hasta negativa (2018). Esta empresa tiene que mejorar sus rentabilidades, porque de lo contrario los accionistas podrán estar pensando en invertir en otros activos con más rentabilidades.

4.7.2. Barón de Ley, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
FP	73.867	72.681	83.354	68.053	44.971	56.025	49.559	36.668	34.307	41.888
BDIT	8.095	6.500	18.749	23.082	21.125	15.197	14.323	10.816	13.462	10.123
ROE	10,96%	8,94%	22,49%	33,92%	46,97%	27,13%	28,90%	29,50%	39,24%	24,17%

Rentabilidad financiera. Fuente: Elaboración propia.

A lo largo de este periodo, la empresa obtiene rentabilidades financieras positivas y elevadas. Se puede observar que la rentabilidad financiera ha disminuido considerablemente los últimos años, esto se debe a un descenso del beneficio neto y a un aumento de los fondos propios.

5. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS

Una vez realizado el análisis contable de las dos empresas seleccionadas y viendo la situación general y patrones que presentan sus estructuras contables, se procede a hacer la valoración de las empresas Bodegas Riojanas, S.A. y Barón de Ley, S.A., a través de los cuatro principales métodos de valoración:

5.1. MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Sin embargo, muestran limitaciones, ya que proporcionan el valor desde una perspectiva estática, por lo tanto, no tienen en cuenta una posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan (situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc. que no se ven reflejados en los estados contables). Los métodos basados en el balance son los siguientes:

- Valor neto contable o patrimonio neto:

Es el valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas), o lo que es lo mismo es la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.

- Valor contable ajustado: activo neto real o PN ajustado

Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables, trata de ajustar los valores de los activos y pasivos a su valor de mercado, obteniéndose el patrimonio neto ajustado. En este caso no se ha podido

usar este método debido a que no se dispone de los valores de mercado para elaborarlo. Por lo tanto, en los siguientes métodos en los que se necesite el valor contable ajustado se utilizará el valor contable.

- Valor sustancial

Representa la inversión que debería efectuarse para construir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. Se define como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa. Se distinguen tres clases :

-Valor sustancial bruto: es el valor del activo a precio de mercado.

-Valor sustancial neto: es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible. También se conoce como patrimonio neto ajustado.

-Valor sustancial bruto reducido: es el valor sustancial bruto reducido sólo por el valor de la deuda sin coste.

No se dispone de datos a precio de mercado, por lo tanto, no se puede realizar el cálculo del valor sustancial, pero como se necesita dicha información para distintas operaciones se ha procedido a calcularlo con los datos del balance.

- Capitales permanentes necesarios para la explotación

Este método considera que el valor de la empresa está en la estructura permanente de esta. 2 maneras de calcularlo:

CPNE= Inmovilizado de explotación a precios de mercado + FMn

CPNE= VSB - Deuda sin coste

Tanto el Valor Sustancial como los CPNE, no representan el valor de la empresa para el accionista, necesitan incorporar los activos no incluidos en su cálculo y deducir los pasivos exigibles.

5.1.1. Aplicación Bodegas Riojanas, S.A.

A continuación, se muestra una tabla resumen de los datos obtenidos a través de los métodos basados en el valor patrimonial para Bodegas Riojanas, S.A.:

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
VC	21.135	22.644	22.676	26.757	26.052	25.517	25.481	25.329	25.352	25.131
VSBR	40.370	41.577	44.115	47.958	47.343	46.478	47.339	46.904	47.527	46.488
VSN	12.782	14.569	14.854	20.990	21.934	21.971	22.264	21.983	21.575	20.845
VSBR	32.691	34.573	36.481	40.770	39.822	39.870	41.179	41.267	42.451	41.924
CPNE	32.691	35.043	36.975	41.284	40.301	40.318	41.672	41.819	42.899	42.147
VE	21.135	22.644	22.676	26.757	26.052	25.517	25.481	25.329	25.352	25.131

Evolución de los Métodos basados en el Valor Patrimonial Bodegas Riojanas, S.A.

En la tabla se observa que el VNC ha ido disminuyendo paulatinamente a lo largo de todo el periodo, situándose en 2018 con un valor contable de 21.135 M €. El VSB se calcula sumando del activo no corriente: inmovilizado intangible, inmovilizado material y del activo corriente: existencias, deudores comerciales y otras cuentas a cobrar y efectivo y otros activos líquidos equivalentes, dando un resultado en 2018 de 40.370 M €. Se aprecia que esta cantidad ha ido disminuyendo mucho durante los últimos años. El VSN es el resultado de restar al VSB el pasivo no corriente y el pasivo corriente, proporcionando un importe de 12.782 M €, importe que ha descendido constantemente durante 10 años. El VSBR es el VS menos la deuda sin coste (acreedores comerciales y otras cuentas a pagar), obteniendo una cifra de 32.691 M € en 2018. El CPNE tiene que coincidir con el VSBR, se calcula con los inmovilizados de explotación (la suma del inmovilizado intangible y el inmovilizado material) y el fondo de maniobra (suma de existencias, deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, efectivo y otros activos líquidos equivalentes restando acreedores comerciales y otras cuentas a pagar). En 2018, ofrece un CPNE de 32.691 M €, se observa que ha disminuido durante los últimos 10 años. Tanto el Valor Sustancial como los CPNE no representan el valor de la empresa para el accionista. Por un lado, al Valor Sustancial hay que sumarle las inversiones en empresas del grupo y asociados tanto a largo como corto plazo, las inversiones financieras a largo y a corto plazo, los activos por impuesto diferido y las periodificaciones a corto plazo y restarle el pasivo no corriente y el pasivo corriente. Por otro lado, al CPNE hay que sumarle las mismas partidas del activo dichas anteriormente, pero en este caso solo se le resta el pasivo no corriente, las deudas a corto plazo y las deudas con empresas del grupo y asociados a corto plazo. Dando ambas cantidades 21.135 M €, coincidiendo con el valor de la empresa dado por el valor contable.

5.1.2. Aplicación Barón de Ley, S.A.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
VC	74.704	74.278	84.191	68.790	45.204	56.160	49.731	36.881	34.555	42.214
VSB	45.134	42.732	28.587	21.247	26.017	22.503	21.832	21.860	24.055	30.251
VSN	26.343	27.525	16.970	-2.558	-23.919	2.594	315	10.202	13.071	23.030
VSBR	30.761	31.638	18.478	12.870	16.005	15.421	15.242	16.418	14.664	24.534
CPNE	30.761	31.638	18.478	12.870	16.005	15.421	15.242	16.418	14.664	24.534
VE	74.704	74.278	84.191	68.790	45.204	56.160	49.731	36.881	34.555	42.214

Evolución de los Métodos basados en el Valor Patrimonial Barón de Ley, S.A.

En la tabla se puede apreciar como el VNC ha ido aumentando a lo largo de los años, alcanzando en 2018 una cifra de 74.704 M €. El VSB asciende a 45.134 M € en 2018, este dado ha aumentado mucho en 10 años. El VSN en 2018 es de 26.343 M €, cifra que ha aumentado a lo largo de los años. El VSBR y el C.P.N.E. de Barón de Ley, S.A. presenta una cifra de 30.761 M € en 2018.

La obtención de estos datos se realiza igual que en Bodegas Riojanas, S.A., por eso se omite su explicación. Como en Bodegas Riojanas, S.A., tanto el Valor Sustancial como los CPNE no representan el valor de la empresa para el accionista, necesitan incorporar activos no incluidos en su cálculo y deducir pasivos exigibles, dichos cálculos se realizan igual que en la otra empresa.

5.2. MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

Estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Los métodos que se han empleado para la valoración en este apartado son los siguientes:

- **Valor de los beneficios**

El valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER. El PER es el plazo de recuperación de la inversión, si se repartiesen todos los beneficios como dividendos. Mide la relación entre el valor de mercado de la empresa y el beneficio total de la misma.

$$\text{PER} = \text{Valor mercado o capitalización} / \text{Beneficio} = \text{Precio acción} / \text{BPA}$$

La ventaja principal de este ratio es que permite la comparación entre empresas del mismo sector que cotizan en bolsa

- **Múltiplos de las ventas**

Consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas anuales por un número, acorde según la coyuntura del mercado.

$$\text{PV} = \text{Valor de mercado de la empresa} / \text{Ventas} = \text{Precio por acción} / \text{Ventas por acción.}$$

$$\text{Precio/Ventas} = (\text{precio/beneficio}) * (\text{beneficio/ventas}) = \text{PER} * \text{rentabilidad sobre ventas.}$$

- **Múltiplo del EBITDA**

Mide el beneficio de la empresa con independencia de la estructura financiera, tasa impositiva y política de amortizaciones. Sirve para comparar empresas del mismo sector económico donde el nivel de endeudamiento distorsiona el beneficio final. Tiene como objetivo estimar el precio que un comprador potencial estaría dispuesto a pagar por una empresa a partir del precio pagado por compañías comparables.

Valor de mercado de la empresa/EBITDA=Precio por acción/EBITDA por acción.

5.2.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.

- **PER**

	2018	2017	2016	2015
Capitalización	27.487	31.511	21.805	21.539
Beneficio neto	-768	632	1	996
PER	-35,79	49,86	21.805,00	21,63

Evolución del PER Bodegas Riojanas, S.A.

Una vez aplicado este método, se puede apreciar que no es un método bastante adecuado para esta empresa, ya que los valores que se obtienen en el beneficio neto o en el PER varían mucho de un año para otro, incluso en el último año es negativo, lo cual dificultado la comparación de los resultados de un año a otro.

- **Múltiplos de las ventas**

	2018	2017	2016	2015
Capitalización	27.487	31.511	21.805	21.539
Ventas	18.274	21.029	17.920	17.060
PV	1,50	1,50	1,22	1,26

Evolución precio sobre ventas Bodegas Riojanas, S.A.

Este múltiplo significa que 1,5 veces el valor de la empresa supera las ventas anuales, dicho de otra forma, el valor de la empresa es 1,50 veces el volumen de ventas.

- **Múltiplos del EBITDA**

	2018	2017	2016	2015
Capitalización	27.487	31.511	21.805	21.539
EBITDA	-929	851	159	1.691
Múltiplo EBITDA	-29,59	37,03	137,14	12,74

Evolución del Múltiplo del EBITDA de Bodegas Riojanas, S.A.

En esta empresa no se puede utilizar como un método fiable, ya que en el año 2018 la empresa tuvo pérdidas, por lo cual el múltiplo del EBITDA es negativo. Este método indica que la empresa tiene un valor negativo, algo que no es coherente.

- **Otros múltiplos**

	2018	2017	2016	2015
Múltiplo BAIT	-29,78	28,99	68,35	11,96
Múltiplo BAT	-21,76	47,46	-147,33	18,49
Múltiplo B° NETO	-35,79	49,86	21.805,00	21,63

Otros múltiplos Bodegas Riojanas, S.A.

5.2.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.

- **PER**

	2018	2017	2016	2015
Capitalización	446.080	457.253	513.850	477.300
Beneficio neto	8.095	6.500	18.749	23.082
PER	55,11	70,35	27,41	20,68

Evolución del PER Barón de Ley, S.A.

Esta empresa presenta un PER más homogéneo y comparable durante todos los años. En 2018, el ratio precio-beneficio expresa que el mercado paga 55,11 € por cada unidad monetaria de beneficio. Se puede proyectar que al tener un PER alto, el mercado estima que la empresa tiene elevadas expectativas de crecimiento, puesto que el precio de las acciones refleja las expectativas positivas sobre una empresa con precios al alza de las acciones.

- **Múltiplos de las ventas**

	2018	2017	2016	2015
Capitalización	446.080	457.253	513.850	477.300
Ventas	25.864	24.418	24.931	23.318
PV	17,25	18,73	20,61	20,47

Evolución precio sobre ventas Barón de Ley, S.A.

Barón de Ley, S.A. presenta un precio sobre ventas mucho más elevado que la otra empresa. Este múltiplo significa que 17,25 veces el valor de la empresa supera a las ventas anuales o lo que es lo mismo 17,25 veces están contenidas las ventas en el precio que se paga por acción.

- **Múltiplos del EBITDA**

	2018	2017	2016	2015
Capitalización	446.080	457.253	513.850	477.300
EBITDA	8.376	8.397	8.000	7.185
Múltiplo EBITDA	53,26	54,45	64,23	66,43

Evolución del Múltiplo del EBITDA de Barón de Ley, S.A.

Barón de Ley, S.A. tiene todos los años un múltiplo de EBITDA positivo. En 2018, el valor de la empresa es 53,26 veces superior al valor de su EBITDA. Dado que el valor

de la acción en bolsa es de 109€ se puede afirmar que la empresa está sobrevalorada por el mercado.

- **Otros múltiplos**

	2018	2017	2016	2015
Múltiplo BAIT	43,17	55,77	23,67	18,45
Múltiplo BAT	10.295	8.181	21.687	25.756
Múltiplo B° NETO	55,11	70,35	27,41	20,68

Otros múltiplos Barón de Ley, S.A.

5.3. MÉTODOS MIXTOS

Estos métodos parten de un punto de vista mixto, por un lado realizan una valoración estática de los activos de la empresa y por otro lado añaden cierta dinamicidad a la valoración, ya que tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. Se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros. El valor de la empresa es igual al valor de su activo neto más el valor del fondo de comercio, o lo que es lo mismo, el valor sustancial más el beneficio extra (superbeneficio) que es capaz de generar la empresa en el futuro, que según el método que se utilice se calcula de distinta manera. Los cuatro métodos mixtos son:

- **Método indirecto:**

El método indirecto se calcula sumando el valor sustancial (parte estática) más el fondo de comercio o Goodwill (parte dinámica). El valor de la empresa (VE) es igual al valor sustancial (VS) más la suma del cociente del superbeneficio (B-iVS) entre el doble de la tasa de interés sin riesgo. $VE=VS + ((\text{Beneficio medio}-i*VS)/2i)$

La tasa de interés sin riesgo ($i=1,14\%$), se obtiene de la cotización de los bonos a largo plazo del 01/04/2019 (el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a 10 años).

Este método está muy condicionado por el beneficio medio, de manera que la empresa puede estar sobrevalorada o infravalorada, dando valoraciones poco representativas.

- **Método directo:**

El método directo se calcula sumando el valor sustancial más el fondo de comercio o Goodwill. El valor de la empresa es igual al valor sustancial más la suma del cociente del superbeneficio (B-iVS) entre K, que es el tipo de interés incorporando una prima de riesgo, esta prima de riesgo suele oscilar entre 1,25 y 1,5. Para este trabajo se utiliza una prima de riesgo de 1,5. $VE=VS + (\text{BENEFICIO}-i*VS)/K$

- **Método U.E.C. :**

El valor de la empresa es igual al valor sustancial más el superbeneficio ($B-iVS$) actualizado a una tasa de interés libre de riesgo que incorpora una prima de riesgo (k) durante n periodos de tiempo. Los valores empleados para n serán $n=5$ años y $n=10$ años. $VE = VS + (B-i*VS)*an-k$

- **Método de los C.P.N.E.**

Este método utiliza la misma fórmula que el método U.E.C, a excepción de que en vez del valor sustancial se toma el capital permanente necesario para la explotación (C.P.N.E). $VE = CPNE + (B^o-i*CPNE) * an-k$

Una vez aplicado estos métodos, se obtiene el VE, y a ese valor hay que sumarle los activos no operativos y restarle la deuda, de esta manera se obtiene el valor de la empresa para los propietarios.

5.3.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.

Los datos empleados para el cálculo de los métodos mixtos de Bodegas Riojanas, S.A. en el año 2018 son:

Valor sustancial	40.370
CPNE	32.691
Resultado medio (10 años)	548,2
Resultado medio (5 años)	349,6
Tipo de interés	1,20%
Prima de riesgo	$1,5*1,20\%=1,80\%$

Tabla resumen datos empleados Métodos Mixto Bodegas Riojanas, S.A.

- **Método indirecto**

	n=10	n=5
$i*VS$	484,44	484,44
$B-i*VS$	63,76	-134,84
$2*i$	2,40%	2,40%
$(B-i*VS)/2i$	2656,67	-5618,33
$VE=VS+(B-i*VS)/2i$	43.026,67	34.751,67

Cálculos Método Indirecto Bodegas Riojanas, S.A.

- **Método directo**

$K=1.5*i=1,5*1,20\%=1,80\%$ —————> incorpora una prima de riesgo

	n=10	n=5
$i*VS$	484,44	484,44
$B-i*VS$	63,76	-134,84
k	1,80%	1,80%
$(B-i*VS)/k$	3542,22	-7491,11
$VE=VS+(B-i*VS)/k$	43.912,22	32.878,89

Cálculos Método Directo Bodegas Riojanas, S.A.

- **Método U.E.C**

	n=10	n=5
$i*VS$	484,44	484,44
$B-i*VS$	63,76	-134,84
An-k	9,08	4,74
$(B-i*VS)*An-k$	578,77	-639,27
$VE=VS+(B-i*VS)/An-k$	40.948,77	39.730,73

Calculo Método U.E.C Bodegas Riojanas, S.A.

- **Método C.P.N.E**

	n=10	n=5
$i*CPNE$	392,29	392,29
$B-i*CPNE$	155,91	-42,69
An-k	9,08	4,74
$(B-i*CPNE)*An-k$	1415,23	-202,40
$VE=CPNE+(B-i*CPNE)/An-k$	34.106,23	32.488,60

Calculo Método C.P.N.E Bodegas Riojanas, S.A.

N=10 años	V. Patrimonial	GoodWill	V. Operativo	Otro Act. fijo	Deuda	V. Propietarios
M. INDIRECTO	40.370	2.656,67	43.027	8.353	27.588	23.792
M. DIRECTO	40.370	3.542,22	43.912	8.353	27.588	24.677
M. UEC	40.370	578,77	40.949	8.353	27.588	21.714
M. CPNE	32.691	1.415,23	34.106	8.353	19.909	22.550

N=5 años	V. Patrimonial	GoodWill	V. Operativo	Otro Act. fijo	Deuda	V. Propietarios
M.INDIRECTO	40.370	-5.618,33	34.752	8.353	27.588	15.517
M.DIRECTO	40.370	-7.491,11	32.879	8.353	27.588	13.644
M. UEC	40.370	-639,27	39.731	8.353	27.588	20.496
M.CPNE	32.691	-202,40	32.489	8.353	19.909	20.933

Calculo Resumen Métodos Mixtos Bodegas Riojanas, S.A.

Al aplicar los cuatro métodos basados en el fondo de comercio, se observa que la diferencia más significativa a la hora de obtener el valor de la empresa se encuentra en los resultados obtenidos por un lado con el método directo e indirecto, y por otro con los obtenidos con el método de la U.E.C. y C.P.N.E., el motivo se debe al horizonte temporal aplicado en unos y otros, mientras que en el método directo e indirecto el número de años es perpetuo, en los otros dos restantes es para cinco y diez años.

Como se puede observar el valor de la empresa va cambiando en función del método aplicado. El Beneficio medio ha sido calculado para los cinco y diez últimos años, utilizando los resultados del ejercicio de la cuenta de Pérdidas y Ganancias del 2009 al 2018. El tipo de interés de los bonos del Estado español a 10 años se ha obtenido del periódico Expansión, datosmacro.com. El Valor sustancial y el C.P.N.E. se han obtenido en el apartado “Métodos basados en el valor patrimonial” anteriormente descritos.

Una vez calculado el Valor Operativo de los cuatro métodos mixtos, hay que sumar los activos no operativos y restarle la deuda, obteniendo el valor de los propietarios.

Se puede apreciar que tanto el Valor Operativo como el Valor de los Propietarios son mayores en el periodo de 10 años que en el de 5. Dentro del periodo de 10 años, el método que obtiene el mejor valor es el método directo, dando un valor de la empresa de 24.677 M €. En el periodo de 5 años, en cambio el método que ofrece un mayor valor para los propietarios es el método C.P.N.E, alcanzando un valor de 20.933 M €. Esto es debido a que en el periodo donde se utiliza el beneficio medio de 5 años y una tasa de actualización de la renta para un periodo de 5 años, provocando que el superbeneficio sea negativo.

5.3.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.

Los datos empleados para el cálculo de los métodos mixtos de Barón de Ley, S.A. son:

Valor sustancial	45.134
CPNE	30.761
Resultado medio (10 años)	14.147,20
Resultado medio (5 años)	15.510,20
Tipo de interés	1,20%
Prima de riesgo	$1,5 * 1,20\% = 1,80\%$

Tabla resumen datos empleados Métodos Mixto Barón de Ley, S.A.

- **Método indirecto**

	n=10	n=5
$i * VS$	541,61	541,61
$B - i * VS$	13605,59	14968,59
$2 * i$	0,02	0,02
$(B - i * VS) / 2i$	566899,67	623691,33
$VE = VS + (B - i * VS) / 2i$	612.033,67	668.825,33

Cálculos Método Indirecto Barón de Ley, S.A.

- **Método directo**

	n=10	n=5
$i*VS$	541,61	541,61
$B-i*VS$	13.605,59	14.968,59
k	1,80%	1,80%
$(B-i*VS)/k$	755.866,22	831.588,44
$VE=VS+(B-i*VS)/k$	801.000,22	876.722,44

Cálculos Método Directo Barón de Ley, S.A.

- **Método U.E.C**

	n=10	n=5
$i*VS$	541,61	541,61
$B-i*VS$	13.605,59	14.968,59
An-k	9,08	4,74
$(B-i*VS)*An-k$	123.502,19	70.965,27
$VE=VS+(B-i*VS)/An-k$	168.636,19	116.099,27

Cálculos Método U.E.C Barón de Ley, S.A

- **Método C.P.N.E**

	n=10	n=5
$i*CPNE$	369,13	369,13
$B-i*CPNE$	13.778,07	15.141,07
An-k	9,08	4,74
$(B-i*CPNE)*An-k$	125.067,81	71.782,96
$VE=CPNE+(B-i*VS)/An-k$	155.828,81	102.543,96

Cálculos Método C.P.N.E Barón de Ley, S.A

N=10 años	V. Patrimonial	GoodWill	V. Operativo	Otro activo fijo	Deuda	V. Propietarios
M. INDIRECTO	45.134	566.900	612.034	48.361	18.791	641.604
M. DIRECTO	45.134	755.866	801.000	48.361	18.791	830.570
M. UEC	45.134	123.502	168.636	48.361	18.791	198.206
M. CPNE	30.761	125.068	155.829	48.361	4.418	199.772

N=5 años	V. Patrimonial	GoodWill	V. Operativo	Otro activo fijo	Deuda	V. Propietarios
M.INDIRECTO	45.134	623.691	668.825	48.361	18.791	698.395
M.DIRECTO	45.134	831.588	876.722	48.361	18.791	906.292
M. UEC	45.134	70.965	116.099	48.361	18.791	145.669
M.CPNE	30.761	71.783	102.544	48.361	4.418	146.487

Calculo Resumen Métodos Mixtos Barón de Ley, S.A.

Aplicando los cuatro métodos basados en el fondo de comercio se observa que la diferencia más significativa a la hora de obtener el valor de la empresa se encuentra en el resultado obtenido por un lado, con el método directo e indirecto, y por otro con los obtenidos con el método de la U.E.C. y C.P.N.E. En cuanto a los métodos de la U.E.C. y el C.P.N.E. como tal apenas hay diferencia puesto que tanto el valor sustancial como el

C.P.N.E. presentan valores muy similares. Pero se considera que el método de los C.P.N.E puede acercarse más al valor real de la empresa, ya que utiliza los capitales necesarios para la explotación de la misma y no su valor sustancial. Los “beneficios extras” o “superbeneficios” que es capaz de generar la empresa en cualquiera de los métodos contemplan valores positivos en ambos periodos. El método directo es el que proporciona el mayor valor operativo y por consiguiente el mayor valor para los accionistas tanto cuando se utiliza el beneficio medio de 5 o de 10 años.

5.4. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS

Los métodos basados en el descuento de flujos de fondos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flow) que generará la empresa en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos. El valor de las acciones de una empresa proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios. Por lo tanto, el método más apropiado y utilizado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos esperados.

Se desglosan las fórmulas para calcular el método de descuento de flujos de fondos:

- Valor total de la empresa (equality value): $VT_0 = VE_0 + ANOP_0 - D_0$
- Valor empresa: $VE_0 = \sum_{t=1}^n (FT_t) / (1+K)^t + (VR_n) / (1+K)^t$
- Flujos de Tesorería (Método indirecto): $FT_t = BAIT_t(1-t) + ALP_t - \Delta ANC_t - \Delta CC_t$
- Estimación Tasa de descuento (CMPC): $K_0 = (PN/PN+D) * k_e + (D/PN+D) * (k_d * (1-t))$

Siendo $k_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta$

- Valor residual: $VR_n = (FT_{Ln} * (1+g)) / (k_0 - g)$

Las fases a seguir en el método de descuento de flujos de fondos son:

- Valoración analítica: Esta fase no se ha desarrollado, ya que habría que hacer una valoración de cada una de las partidas de la empresa y además solo se cuenta con la información contable, por lo que se pierde la perspectiva del mercado.
- Análisis de la información histórica: Se analiza la información del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de los últimos 5 años. A través de esta información se obtienen

los ratios que harán de indicadores para poder estimar la proyección futura de los 5 años siguientes tanto del balance como de las cuentas de pérdidas y ganancias.

-Hipótesis de comportamiento: en esta fase se pretende determinar las características del entorno, la previsión del mercado, comparación de las empresas con el sector, planes de negocio de las empresas, ver si se encuentra en un escenario de continuidad y los objetivos de gestión.

-Necesidades de inversión: en este apartado se analiza si la empresa está en fase de crecimiento o de continuidad, para así ver las necesidades de inversión que precisa.

-Proyección PyG y Balance: una vez analizada la información histórica y haber obtenido los ratios, se prevén las partidas más importantes del balance y la cuenta de resultados, como son la previsión del crecimiento de las ventas, estimaciones de gastos variables y fijos, estimación de los resultados, así como todas las partidas necesarias para la previsión de estos dos epígrafes de las cuentas anuales.

-Proyección de FT: en esta fase es donde se calcula la estimación de los flujos de tesorería futuros que va a generar la empresa para los próximos 5 años (del 2019 al 2023) a través del método indirecto.

-Estimación de la tasa de descuento: se obtiene la tasa de descuento que permite medir el riesgo en consecución de los flujos de caja que se generen en el futuro a partir de la fórmula dicha anteriormente.

-Cálculo del valor residual: se aplica la fórmula mencionada anteriormente con una tasa media de crecimiento constante.

-Aplicación de los métodos de valoración

-Interpretación de los resultados

5.4.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.

- Análisis de la información histórica:

A partir de la información contable que se dispone de las cuentas anuales de Bodegas Riojanas, S.A., se obtienen los indicadores seleccionados para ver la evolución financiera desde el año 2014 hasta el 2018 (ambos inclusive) y a partir de aquí estimar las previsiones de los cinco años posteriores, del 2019 al 2023 (ambos inclusive). La tabla de la información histórica y las previsiones se puede observar en el Anexo 3.1.

del Anexo. Para realizar dicha tabla, el primer paso sería calcular el análisis de las ventas y el margen comercial, para así obtener la estimación de los ingresos. La evolución de las ventas de Bodegas Riojanas, S.A. en los últimos años, ha ido aumentando, situándose en 2017 con un aumento frente al año anterior de 17,35%, pero en 2018 se puede apreciar un descenso de las ventas considerable, un 13,10% menos que el año anterior, esto ha provocado que la empresa obtenga pérdidas. Pero debido a que se apunta que el mercado vitivinícola va a aumentar sus ventas los próximos años y considerando que las pérdidas han sido en un año puntual, se va a estimar para los futuros años que las ventas aumenten un 15%. En cuanto al margen comercial, se puede apreciar que ha disminuido de 2014 a 2016, en 2017 este margen aumento, y en 2018 ha disminuido considerablemente a un 40%, debido a que las ventas han disminuido, para los próximos 5 años se ha previsto un margen comercial del 51%.

La información histórica muestra una tendencia decreciente para los días de cobro de los clientes y para los días de existencias que están en el almacén, por lo que los días de cobro para el año 2019 y en adelante se ha previsto que bajen a 120 días y en cuanto a los días de existencias se prevé 720 días en 2019 y 2020, 690 días en 2021 y 2022 y 660 días en 2023. Los días de pago a los proveedores y el porcentaje de tesorería se ha calculado en función a un promedio de los 5 años de los que se dispone información, y se ha aplicado una previsión de 240 días y 0.20%, respectivamente.

El porcentaje de amortización durante los 5 años permanece casi estático de (12% a 13%), debido a que las inversiones van a aumentar un poco, en los siguientes años se ha aplicado un porcentaje un poco más alto del 15%. En la relación de los gastos de personal y los gastos de explotación con las ventas, se aprecia que los porcentajes no oscilan mucho a lo largo de los años, por lo que se ha hecho una estimación a través de un promedio, dando un porcentaje de 19% y 27% respectivamente para el año 2019 en adelante. En relación a los tipos impositivos históricos se ha considerado el tipo impositivo que marca el régimen general en la actualidad (25%).

El porcentaje del coste de la deuda con terceros ha disminuido de 4,80% en 2014 a 1,82% en 2018, como en los últimos años ha oscilado poco y se encuentra en torno al 2%, ese porcentaje es el que se ha estimado para los 5 años futuros. El porcentaje de coste de la deuda con empresas del grupo es casi insignificante y toma valores bajos, por lo que la estimación para los futuros años es de un 1%. Por otro lado, la variación de deudas a largo y a corto plazo, varían mucho sus tendencias a lo largo de los años, por

lo que para los próximos años se ha estimado un porcentaje de -5% en las deudas a largo plazo y un 5% en las deudas a corto plazo.

La estimación de la variación de los activos no corrientes se hace a través de la inversión en el inmovilizado y la vida útil de dicha partida. La inversión en inmovilizado intangible ha disminuido considerablemente desde 2014 con una inversión de 273 M €, frente al año anterior a una desinversión en -99 M € en 2018. Como la empresa lleva varios años desinvirtiendo, se ha considerado que a partir de de 2019 y en adelante se va a invertir 100 M €. La inversión en inmovilizado material ha aumentado de 88 M € en 2014 a 221 M € en 2018, como durante estos 5 años se ha invertido, se ha considerado que en los próximos años se va a desinvertir en -50 M €. En las variaciones de existencias de productos terminados y en curso de fabricación no se ha identificado una tendencia clara con la información histórica. Se ha estimado un descenso de la variación de -10% en 2019 y en adelante.

- Proyección de Flujos de Tesorería:

Par calcular los flujos de caja libre a partir del método indirecto, se parte del resultado bruto, EBIT (BAIT) y se realiza una serie de ajustes. Al beneficio antes de intereses e impuestos se le resta el impuesto de sociedades y se obtiene el NOPLAT, que es el beneficio neto de la empresa sin deuda. A esta cantidad hay que sumarle las amortizaciones, ya que son gastos que no suponen una salida de caja y restarle los incrementos de activos no corrientes y el incremento del capital circulante. Los datos de la tabla presentada a continuación se han obtenido de la previsión del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias estimadas a partir de los ratios previstos en función de la información histórica disponible. La inversión en Capital Circulante se obtiene de la variación del Fondo de Maniobra de un año a otro. En la inversión en activos no corrientes se tienen en cuenta las variaciones de inmovilizado intangible y material.

	2019	2020	2021	2022	2023
RAIT (EBIT)	1.402	1.617	1.845	2.093	2.366
Impuestos	-350	-404	-461	-523	-592
NOPLAT	1.051	1.212	1.384	1.570	1.775
Amortizaciones	1.209	1.044	902	781	677
Inversión en CC	3.306	-2.601	-1.921	-2.951	-2.897
Inversión en ANC	1.285	1.102	944	809	694
FTL	6.851	757	1.309	209	248

Calculo de los Flujos de Tesorería previstos de Bodegas Riojanas, S.A.

- Estimación de la tasa de descuento:

Tasa sin riesgo	
Riesgo país	
Rf	1,20%
Rm	1,13%
Beta	0,40
Rm-Rf	-0,07%
Prima específica	
Rentabilidad Esperada	1,17%

PN	21.135
Pasivo	27.588
PN+Pasivo	48.723
Ke	1,17%
kd(1-t)	1,06%
CMPC	1,11%

Cálculo de la tasa de descuento de Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia.

Uno de los factores fundamentales para determinar el valor de la empresa a través del método basado en el descuento de flujos, es el cálculo de la tasa de descuento. Para calcular la tasa de descuento es necesario disponer de información financiera, tal como, la rentabilidad de los activos libres de riesgo, para ese dato se utiliza la rentabilidad del bono español a 10 años, obtenido de la página web Investing, da un valor de 1,20 y el coeficiente de riesgo (beta), que es de 0,40, esto significa que si el mercado sube un 1%, la empresa lo hace en un 0,40%, por lo tanto se está ante una beta defensiva. Con toda esta información se pretende calcular la rentabilidad exigida por los accionistas (Ke) y el coste de la deuda financiera (Kd) y finalmente obtener la tasa de actualización (CMPC o Ko).

- Cálculo del Valor Residual:

El valor terminal o residual, en ocasiones aporta el mayor componente de valor de la empresa. El valor residual se va a calcular a través de una actualización sin crecimiento, para ello se divide el flujo de tesorería del año 2023 entre la tasa de actualización (CMPC o Ko). El valor residual es de 22.365 M €.

- Aplicación de los métodos de valoración:

Para calcular el Valor Operativo de la empresa hay que sumar las actualizaciones de los flujos de tesorería del año 2019 al 2023 y el valor residual del año 2023, ambos se

descuentan a la tasa de descuento del coste del capital medio ponderado. El valor operativo de la empresa es de 30.382 M €.

	2019	2020	2021	2022	2023
Valor Actual FTL	6.776	740	1.266	200	235
Valor Actual VR					21.165
Valor operativo de la empresa					30.382

Calculo Valor Operativo de Bodegas Riojanas, S.A. Fuente: Elaboración propia.

Para finalizar este punto, se calcula el valor de los propietarios. Este valor patrimonial, se obtiene sumando al valor de la empresa operativo los activos no operativos (8.353 M €) y restando la deuda financiera (19.909 M €); Bodegas Riojanas, S.A. tiene un valor patrimonial de 18.826 M €.

- Interpretación de los resultados:

Para obtener toda esta información se ha llevado a cabo el análisis de las magnitudes más relevantes de las cuentas anuales de los últimos cinco años, obteniendo ratios que han permitido hacer una predicción de cómo va a ir la empresa hasta el año 2023. Se ha tenido especial complicación en esta fase con muchas partidas de la información histórica de los últimos cinco años, ya que no tienen relación algunas partidas de un año a otro. Después se estiman los flujos de caja libre que pretenden dar un valor más real de la empresa. Se puede observar que los flujos de tesorería en 2019 presentan un valor elevado, esto se debe a que la inversión en capital circulante es mucho menor que en el año 2018. Los años siguientes presentan flujos de tesorería más bajos. La tasa de descuento se calcula a través del método del coste de capital medio ponderado (CMPC) con el resultado de 1,11%. El valor residual actualizado es de 21.165 M €. El valor operativo de la empresa es de 30.382 M €, a este valor hay que sumarle los activos no operativos, en esta empresa son las inversiones en empresas del grupo y asociados tanto a largo como a corto plazo, los activos por impuesto diferido y las periodificaciones a corto, por otro lado hay que restarle la deuda financiera (provisiones a largo plazo, deudas a largo y corto plazo, deudas con empresas del grupo y asociadas a largo y corto plazo, pasivos por impuesto diferido y otros pasivos corrientes). El valor total de la empresa es de 18.826 M €, este valor está por debajo de la capitalización bursátil de la empresa, que actualmente es de 24.894 M €. La aplicación del método de los flujos de fondos libres da una infravaloración de la empresa en comparación con el mercado actual.

5.4.2. Aplicación a Barón de Ley, S.A.

- Análisis de la información histórica:

A partir de la información contable que se dispone de las cuentas anuales de Barón de Ley, S.A., se obtienen los indicadores seleccionados para ver la evolución financiera desde el año 2014 hasta el 2018 (ambos inclusive) y a partir de ahí poder estimar las previsiones de los cinco años posteriores, del 2019 al 2023 (ambos inclusive). La tabla de la información histórica y las previsiones se puede observar en el Anexo 3.2. del Anexo.

Respecto a las ventas, la información histórica no presenta una tendencia clara, si no todo lo contrario, ha habido muchas oscilaciones en estos 5 años pasados. En 2015, las ventas presentaron una subida de casi un 28% y en cambio en 2017 bajaron a un -2,06%. Debido a que en el año 2018 las ventas presentan un resultado positivo y el mercado vitivinícola hay indicios de que las ventas van a aumentar, se ha previsto que las ventas aumenten de manera constante un 15% de 2019 a 2023. El margen comercial de la empresa, ha disminuido de 2014 a 2017, pero en 2018 muestra una subida del 61%, por lo que se ha estimado para los próximos 5 años que el margen comercial sea de un 65% cada año.

Al aumentar las ventas, puede que los días de existencias disminuyan y los días de cobro a los clientes pueden aumentar, por lo que se estima 90 días de cobro clientes y 700 días de existencias en el almacén para 2019 en adelante. En la información histórica los días de pago a proveedores se ve que va aumentando cada año, hasta alcanzar los 408 días en 2018, entonces para el año 2019 hasta el 2023 se estima que los días de pago a los proveedores sean de 420.

La variación de otros pasivos corrientes (personal, pasivo por impuesto corriente y otras deudas con las administraciones públicas) oscila mucho a lo largo de los años, por lo que se ha previsto un 25% del 2019 al 2023.

El porcentaje de tesorería ha variado mucho de un año a otro en diferentes proporciones. Para el 2019 y en adelante se ha estimado que la tesorería aumente un 5% cada año. Al porcentaje del inmovilizado material y a la relación entre otros gastos de explotación con las ventas se le ha aplicado un promedio de su información histórica, para aplicarlo en los siguientes años, se va a estimar un 25% y un 15% respectivamente.

La relación entre los gastos de personal con las ventas se ha mantenido bastante constante durante 2016 a 2018, por lo que de 2019 a 2023 también se va a mantener estática en un 8%. En cuanto al tipo impositivo, en la información histórica se puede apreciar que tiene una tendencia creciente, llegando a 2018 a un 21,4%, pero el porcentaje que se va a marcar para el 2019 hasta el 2023 es el del tipo de régimen general, el 25%.

El coste de deudas con terceros ha oscilado muy poco durante los 5 años de estudio, por lo que se estima un 0,85% para los próximos años. Respecto al porcentaje de variación de la deuda a largo plazo, se aprecia que durante estos 5 años la deuda ha ido disminuyendo de un año a otro, por lo que la previsión para los próximos 5 años es que disminuya, pero en menor proporción, un -10% constante de 2019 a 2023. La variación de deuda a corto plazo es muy dispar en toda la información histórica, por lo que la previsión para los próximos 5 años es que aumente un 30% cada año.

La inversión en inmovilizado intangible ha ido disminuyendo cada año, hasta alcanzar en 2018 una inversión de 0 M €, por lo que se considera que los próximos años sería conveniente invertir algo, por lo que se estima que aumente en 5 M €. En inversión en inmovilizado material, la empresa de 2014 a 2016 ha desinvertido, pero en 2017 y 2018 ha aumentado considerablemente, por lo que en 2019 y en adelante se estima que aumente aunque en menor proporción, previendo un aumento de 1000 M €. La vida útil del inmovilizado que se espera es de 10 años para los próximos 5 años. Tanto la partida de variación de subvenciones, donaciones y legados recibidos como la de variación de existencias de productos terminados han oscilado mucho en los 5 años de estudio, por lo que se ha estimado un aumento de 15% y un 10% cada año respectivamente.

- Proyección de Flujos de Tesorería:

Para obtener los flujos de caja libre a partir del método indirecto se siguen los mismos pasos y se calcula igual que en la empresa Bodegas Riojanas, S.A.

	2019	2020	2021	2022	2023
RAIT (EBIT)	12.218	14.082	16.235	18.719	21.581
Impuestos	-3.054	-3.521	-4.059	-4.680	-5.395
NOPLAT	9.163	10.562	12.176	14.039	16.186
Amortizaciones	3.063	3.008	2.958	2.914	2.874
Inversión en CC	6.558	-415	-188	156	660
Inversión en ANC	245	220	198	178	161
FTL	19.029	13.375	15.145	17.287	19.881

Calculo de los Flujos de Tesorería previstos de Barón de Ley, S.A.

- Estimación de la tasa de descuento:

Tasa sin riesgo	
Riesgo país	
Rf	1,20%
Rm	15,13%
Beta	0,37
Rm-Rf	13,93%
Prima específica	
Rentabilidad Esperada	6,35%

PN	74.704
Pasivo	17.059
PN+Pasivo	91.763
Ke	6,35%
kd(1-t)	0,73%
CMPC	5,31%

Cálculo tasa de descuento Barón de Ley, S.A. Fuente: Elaboración propia.

La rentabilidad de los activos libres de riesgo se obtiene de la rentabilidad del bono español a 10 años, obtenido de la página web Investing, da un valor de 1,20%. El coeficiente de riesgo (beta) es 0,37, esto significa que si el mercado sube un 1%, la empresa lo hace en un 0,37%, por lo tanto se está ante una beta defensiva

- Cálculo del Valor Residual

El valor residual se va a calcular a través de una actualización sin crecimiento, para ello se divide el flujo de tesorería del año 2023 entre la tasa de actualización (CMPC o Ko). El valor residual es de 374.448,754 M €

- Aplicación de los métodos de valoración:

Para calcular el Valor Operativo de la empresa hay que sumar las actualizaciones de los flujos de tesorería del año 2019 al 2023 y el valor residual del año 2023, ambas se descuentan a la tasa de descuento del coste del capital medio ponderado, en este caso 5,31%. El valor operativo de la empresa es de 361.611 M €.

	2019	2020	2021	2022	2023
Valor Actual FTL	18.070	12.061	12.968	14.056	15.350
Valor Actual VR					289.138
Valor operativo de la empresa					361.643

Cálculo Valor Operativo de Barón de Ley, S.A. Fuente: Elaboración propia

Para finalizar este punto, hay que calcular el valor de la empresa total. Este valor patrimonial, se obtiene sumando al valor de la empresa operativo, los activos no

operativos (48.361 M €) y restando la deuda financiera (4.418 M €). Barón de Ley, S.A. tiene un valor patrimonial de 405.586 M €.

- Interpretación de los resultados:

Se puede observar que los flujos de tesorería en 2019 presentan un valor elevado, esto se debe a que la inversión en capital circulante es mucho menor que en el año 2018. Los años siguientes presentan flujos de tesorería más bajos. La tasa de descuento se calcula a través del método del coste de capital medio ponderado (CMPC) con el resultado de 5,31%. El valor residual actualizado es de 289.107 M €. El valor operativo de la empresa es de 361.611 M €, a este valor hay que sumarle los activos no operativos, en esta empresa son las inversiones en empresas del grupo y asociados tanto a largo como a corto plazo, los activos por impuesto diferido y las periodificaciones a corto, por otro lado hay que restarle la deuda financiera (provisiones a largo plazo, deudas a largo y corto plazo, deudas con empresas del grupo y asociadas a largo y corto plazo, pasivos por impuesto diferido y otros pasivos corrientes). El valor total de la empresa es de 405.586 M €, este valor está por debajo de la capitalización bursátil de la empresa que actualmente es de 409.248 M €. La aplicación del método de los flujos de fondos libres da una infravaloración de la empresa en comparación con el mercado actual.

Para estimar los flujos de tesorería, la tasa de descuento, el valor residual y el valor total de cada una de las empresas, previamente se desarrollaron la hipótesis de comportamiento, las necesidades de inversión y la proyección del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de ambas empresas. Debido a la homogeneidad que presentan se ha considerado elaborar estas fases de manera conjunta.

- **Análisis del comportamiento.**

Los datos macroeconómicos han sido positivos para el sector del vino, ya que el PIB español aumento, al igual que lo hizo el precio del vino. A todo esto hay que añadir que España se sitúa por primera vez como líder en exportación de vino por volumen. El sector del vino es muy competitivo y con muchas barreras de entrada, ya que para entrar en este sector hay que hacer una inversión muy grande y cuya recuperación es muy larga. La previsión para el mercado del vino es positiva, según el OEMV.

Por lo cual, tanto para Bodegas Riojanas como Barón de Ley, todo apunta que sus planes de futuro tienen que ser posicionar mejor su marca, diferenciarse de los demás

competidores para ganar cuota en el mercado español y en el mercado internacional y por consiguiente aumentar sus beneficios.

- **Necesidades de inversión (CAPEX)**

Ambas empresas deben aumentar su activo no corriente para alcanzar una mayor producción, ser más competitivas y ganar posición frente a las demás empresas. En cuanto al activo circulante, las dos empresas pueden hacer frente a sus deudas a corto plazo. Ambas empresas tienen un plan de continuidad, ya que como se dice en el punto anterior, el sector del vino tiene muchas barreras y una de ellas es el desembolso de la inversión inicial.

- **Proyección del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias**

- Proyección del balance.

Según datos históricos, ambas empresas no han tenido problemas para hacer frente a sus deudas a corto plazo, y según las previsiones en los próximos cinco años tampoco se prevé problemas. En cuanto al inmovilizado material, ambas empresas aumentaran su inmovilizado para aumentar su producción y ser más competitivas. En cuanto a la proyección del flujo de tesorería, ambas empresas aumentaran el porcentaje de efectivo en tesorería. Barón Ley, S.A. aumenta sus flujos para contrarrestar el aumento de los días de pagos de los clientes y así hacer frentes a sus deudas más próximas. Bodegas Riojanas, S.A., aumenta su porcentaje de tesorería para hacer frente al aumento de otros pasivos corrientes.

- Proyección de pérdidas y ganancias.

Según el informe del OEMV sobre la evolución del mercado del vino y sus previsiones para el futuro, ambas empresas tienen una previsión de aumento de las ventas de un 15%. En cuanto al gasto por amortización del inmovilizado, la empresa Barón de Ley, S.A. pasa de un 9% en 2018 a un 25% en los próximos años, eso se debe a que la empresa aumenta su activo no corriente para aumentar su producción y así sus ventas, y para pagar menos impuestos en los primeros años se aumenta el porcentaje de amortización. En cambio, Bodegas Riojanas, S.A. sigue con un porcentaje más acorde con los años anteriores, ya que en el año 2018 presenta un resultado negativo, por lo cual se compensa con los próximos años.

6. FACTORES DE CREACIÓN / DESTRUCCIÓN DE VALOR

En este apartado se van a identificar y analizar los value drivers, son parámetros que al modificarlos el valor de la empresa cambia, ya que crean o destruyen valor para la empresa. Una vez analizado y calculado los diferentes métodos de valoración, se llega a la conclusión que el método basado en el descuento de flujos de efectivo es el método más fiable y completo a la hora de valor las empresas, además contiene una gran cantidad de factores objeto de estudio para la creación/destrucción de valor. Se realizaran cambios en los factores incorporados en los flujos de tesorería más importantes en la creación/destrucción de valor, como se podrá observar en las tablas realizadas por creación propia.

6.1. Aplicación a Bodegas Riojanas, S.A.

1. Disminución de las ventas

Para determinar la orientación en la creación/destrucción de valor, se ha disminuido el ratio de las ventas de un 15% a un 10%, de esta manera el resultado antes de intereses e impuesto disminuye, produciéndose a la vez variaciones en la inversión del capital circulante, ya que influye en todas las partidas relacionadas con las ventas y los aprovisionamientos. Como las variaciones del capital circulante son mayores que el decrecimiento del EBIT, esto hace que los flujos de tesorería aumenten, por consiguiente, también lo haga el valor residual, el valor operativo y el valor total de la empresa.

	2019	2020	2021	2022	2023
RAIT (EBIT)	1.356	1.514	1.672	1.833	2.000
Inversión en CC	4.197	-1.487	-682	-1.397	-1.240
FTL	7.708	1.794	2.418	1.567	1.630
VR					147.095
Valor operativo					153.967
Valor PN					142.411

2. Amortizaciones

La amortización es una partida muy importante en los flujos de caja, debido a que se resta del beneficio neto de la empresa sin deuda, por lo cual si se aumenta el porcentaje de amortización cada año, aumentan los flujos de caja y a su vez se crea valor para la empresa.15% a un 20%.

	2019	2020	2021	2022	2023
RAIT (EBIT)	999	1.269	1.544	1.833	2.141
Amortizaciones	1.612	1.392	1.203	1.041	902
FTL	6.952	844	1.384	274	304
VR					27.453
Valor operativo					35.571
Valor PN					24.015

Como se observa, si aumenta el % de amortización de un 15% a un 20%, se aumenta el flujo de efectivo y a su vez se crea valor a la empresa (18.826 M € → 24.015 M €).

3. Inversión en capital circulante e inversión en activo no corriente.

Si se aumenta el activo circulante o el activo no corriente se puede apreciar que se destruye valor puesto que al restar la variación del capital circulante o la de activo no corriente para el cálculo de los flujos de caja, resta valor a los propios flujos.

	2019	2020	2021	2022	2023
RAIT (EBIT)	1.379	1.575	1.787	2.020	2.282
Inversión en CC	-4.030	-3.701	-3.187	-4.406	-6.051
Inversión en ANC	1.135	973	834	715	613
FTL	-628	-461	-52	-1.323	-2.966
VR					-267.540
Valor operativo					-258.388
Valor PN					-269.944

En la tabla se observa que un aumento de los días de las existencias en el almacén de 720 días en 2019 y 2020 y 690 días en 2021, 2022 y 2023 a 980 días en 2019 y 2020 y 950 días de 2021 a 2023 y un aumento de las inversiones en inmovilizado material de -50 M € a 100 M € cada año, se puede apreciar que se destruye una gran cantidad de valor, ya que pasa de su estado inicial 18.826 M € a -269.944 M €.

4. Rentabilidad del mercado

El hecho de aumentar la rentabilidad del mercado ha afectado al cálculo de la tasa de descuento y ha provocado que disminuya el valor residual así como el valor de los flujos de tesorería actualizados, causando una disminución del valor operativo y del valor total de la empresa. La explicación de lo que ha ocurrido es sencilla, al aumentar la rentabilidad del mercado de un 1,13% a un 3%, la diferencia de la rentabilidad del mercado con la rentabilidad libre de riesgo ha aumentado y con ello la rentabilidad exigida por los accionistas (K_e), con lo que ha provocado un aumento de la tasa de descuento ($K_o=1,43\%$)

	2019	2020	2021	2022	2023
Valor Actual FTL	6.754	736	1.254	197	231
VR					17.290
Valor Actual VR					16.102
Valor operativo de la empresa					25.275
Valor PN (Equity)					13.719

5. Tipo de interés libre de riesgo

Se ha aumentado el tipo de interés libre de riesgo de 1,20% a 2,50%, provocando que la rentabilidad esperada aumente y por consiguiente la tasa de descuento a 1,45%. Esto ha causado que el VR y los FTL disminuyan, ya que tienen una tasa de descuento mayor, y por tanto el valor operativo de la empresa y el valor patrimonial disminuyen.

	2019	2020	2021	2022	2023
Valor Actual FTL	6.753	735	1.254	197	231
VR					17.134
Valor Actual VR					15.947
Valor operativo					25.117
Valor PN (Equity)					13.561

6.2. Aplicación Barón de Ley, S.A.

1. Aumento de las ventas

Un factor determinante en la creación de valor es el aumento de las ventas. Un incremento de las ventas de un 15% a un 25% va a provocar que aumente el EBIT y con ello los flujos de tesorería que se traduce en aumentos de valor y que a su vez proporciona mas dividendos a los accionistas, lo cual generará más inyección de capital en un futuro para hacer nuevas inversiones y abarcar nuevos mercados.

	2019	2020	2021	2022	2023
RAIT (EBIT)	13.304	16.690	20.931	26.240	32.883
FTL	18.382	13.285	15.857	19.126	23.271
VR					438.342
Valor operativo					414.977
Valor PN (Equity)					458.920

2. Amortizaciones

	2019	2020	2021	2022	2023
RAIT (EBIT)	14.056	15.887	18.010	20.467	23.305
Amortizaciones	1.225	1.203	1.183	1.166	1.149
FTL	18.570	12.924	14.701	16.850	19.449
VR					366.361
Valor operativo					353.462
Valor PN					397.405

Como se puede observar en la tabla al disminuir el porcentaje de amortización del inmovilizado de un 25% a un 10% se ve como aumenta el beneficio, aumenta el pago de impuesto, por lo cual disminuyen los flujos de caja y a su vez se destruye valor de la empresa.

3. Inversión en capital circulante e inversión en activo no corriente.

	2019	2020	2021	2022	2023
RAIT (EBIT)	12.180	14.011	16.134	18.590	21.428
Inversión en CC	5.091	-635	-441	-135	326
Inversión en ANC	95	85	77	69	62
FTL	17.422	13.038	14.796	16.919	19.486
VR					367.047
Valor operativo					353.170
Valor PN (Equity)	397.113				

En la tabla se observa que un aumento de un 20% de los días de las existencias en el almacén y un aumento de las inversiones en un 15% más cada año, se puede apreciar la destrucción de valor ya que pasa a su estado inicial que es de 405,554 a los 384,735 es decir se destruye un 5%.

4. Rentabilidad del mercado

La explicación de lo que ha ocurrido es sencilla, al disminuir la rentabilidad del mercado de un 15,13% a un 5%, la diferencia de la rentabilidad del mercado con la rentabilidad libre de riesgo ha disminuido y con ello la rentabilidad exigida por los accionistas (K_e), con lo que ha provocado una disminución considerable de la tasa de descuento ($K_o=2,26\%$)

	2019	2020	2021	2022	2023
Valor Actual FTL	18.609	12.791	14.164	15.811	17.781
VR					880.639
Valor Actual VR					787.629
Valor operativo de la empresa					866.784
Valor PN (Equity)	910.727				

5. Tipo de interés libre de riesgo

Se ha aumentado el tipo de interés libre de riesgo de 1,20% a un 2,50%, provocando que la rentabilidad esperada aumente y por consiguiente la tasa de descuento a un 5,98%. Esto ha provocado que el valor residual disminuya, los flujos de tesorería disminuyan ya que tienen una tasa de descuento mayor, y por tanto el valor operativo de la empresa y el valor patrimonial disminuyan.

	2019	2020	2021	2022	2023
Valor Actual FTL	17.956	11.910	12.725	13.706	14.873
VR					332.697
Valor Actual VR					248.897
Valor operativo de la empresa					320.066
Valor PN (Equity)					364.009

7. CONCLUSIÓN

El análisis realizado a dos empresas del sector vitivinícola a través de diferentes métodos de valoración ha permitido concluir que no todos los métodos de valoración son óptimos para todos los sectores. Se debe utilizar un método que además de utilizar datos del pasado permita realizar proyecciones del futuro, ya que el valor de una empresa no solo es el valor de los libros contables.

Antes de comenzar a aplicar los diferentes métodos de valoración, hay que tener en cuenta la situación económica del país, tanto la actual como la futura, la evolución del sector a lo largo de los años y la situación económica y financiera que presentan las empresas. El punto fundamental del trabajo es la aplicación de los diferentes métodos de valoración, de esta manera se obtiene el método que proporciona un valor más aproximado de la realidad a las empresas. Los datos obtenidos de ambas empresas en cada método son los que se presentan a continuación:

	BODEGAS RIOJANAS, S.A.		BARÓN DE LEY, S.A.	
VALOR BURSÁTIL	24.894		409.248	
VALOR NETO CONTABLE	21.135		74.704	
VALOR SUSTANCIAL	40.370		45.134	
VALOR CPNE	32.691		30.761	
	n=10	n=5	n=10	n=5
MÉTODO INDIRECTO	23.792	15.517	641.604	698.395
MÉTODO DIRECTO	24.677	13.644	830.570	906.292
MÉTODO U.E.C	21.714	20.496	198.206	145.669
MÉTODO C.P.N.E	22.550	20.933	199.772	146.487
MÉTODO FCF	18.826		405.586	

Resumen Completo Datos Métodos. Fuente: Elaboración propia

Como se observa en la tabla, Bodegas Riojanas, S.A. presenta datos que no difieren mucho de la realidad, ya que el resultado de todos los métodos es homogéneo. El Valor neto contable de Bodegas Riojanas, S.A. es de 21.135 miles de euros. Los métodos

mixtos presentan mejores resultados utilizando un beneficio medio de 10 años que de 5 años, al igual que una tasa de actualización para un periodo de 10 años que de 5.

En cuanto a la empresa Barón de Ley, S.A. se observa que hay una gran variedad de resultados de valor, presentando valores muy diferentes. El Valor neto contable de Barón de Ley, S.A. es de 74.704 miles de euros. Respecto a los métodos mixtos, tanto el método indirecto como el directo obtienen resultados elevados al del valor de cotización de la empresa y los métodos U.E.C Y C.P.N.E muestran valores inferiores a dicho valor, por lo que no reflejan el valor real de la empresa.

Después del análisis de los valores obtenidos de los métodos de valoración, se llega a la conclusión que el mejor método de valoración es el de flujo de tesorería, ya que se basa en un pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flow correspondientes a las operaciones de la empresa. De la comparación del valor obtenido del método FCF con el valor bursátil, se puede observar que ambas empresas están sobrevaloradas por el mercado, ya que el valor bursátil es más elevado que el valor del FCF.

También se ha llegado a la conclusión, que el valor de las empresas depende mucho de la creación o destrucción de valor. Por lo que para observar como varía el valor de las empresas, se han identificado los factores que más afectan en el cálculo de los flujos de tesorería, modificando esta serie de factores para ver si crean o destruyen valor.

En Bodegas Riojanas, S. A. se aprecia que los factores que más crean valor son la disminución de las ventas y el aumento de las amortizaciones y los factores que destruyen valor son el aumento de los días de existencias en el almacén y el aumento en la inversión del inmovilizado. En cambio en Barón de Ley, S.A., los factores que generan más valor a la empresa son el aumento de las ventas y la disminución de la rentabilidad del mercado, y el que más destruye valor es el aumento del tipo de interés libre de riesgo.

Por último, hay que añadir que la valoración de las empresas es subjetiva y depende de las expectativas de la persona que las realice. Pero independientemente de quien valore la empresa, hay que tener en cuenta unos puntos de referencia básicos y la mejor valoración se ofrece por el método de descuento de flujos de fondos.

8. BIBLIOGRAFÍA

- **Páginas Web**

- Obtención de las cuentas anuales de las empresas: <https://www.cnmv.es/>
- Datos de la capitalización y cotización de las empresas: <http://www.bolsamadrid.es>
- Tipo de interés libre de riesgo y betas de las empresas: <https://es.investing.com>
- Bodegas Riojanas, S.A.: <http://bodegasriojanas.com/es/>
- Barón de Ley, S.A.: <http://www.barondeley.com/es>
- Sector:
<https://www.alimarket.es/alimentacion/noticia/291857/el-oemv-analiza-la-evolucion-del-sector-del-vino-en-la-ultima-decada>;
<https://www.vinetur.com/2019012349147/el-oemv-hace-balance-de-los-ultimos-10-anos-de-evolucion-del-vino-en-el-mundo-y-en-espana.html>;
https://www.fega.es/es/PwfGcp/es/regulacion_mercados/restvi/index.jsp#;
https://elpais.com/economia/2019/03/16/actualidad/1552769584_927266.html

- **Libros:**

- Pablo Fernández. Libro “Valoración de empresas y sensatez”
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2209089
<http://ssrn.com/abstract=1267987>
- Valoración de empresas y análisis bursátil. Félix Jiménez Naharro Antonio de la Torre Gallegos. Ed. Pirámide (2017)
- José Ángel Ansón y Luis Fabra Garcés. Apuntes de clase.

- **Artículos de internet:**

- Dossier principales estadísticas del sector del vino de la OEMV por el 10º aniversario.
- Informe de la Organización Interprofesional del Vino de España (OIVE)
- Informe del Panorama actual y perspectivas del Sector Vitivinícola por la EAE Business School.

- **Otros**

- Informe de las cuentas anuales de Bodegas Riojanas, S.A. (2018-2009).
- Informe de las cuentas anuales de Barón de Ley, S.A. (2018-2009).